

Ethisch investeren: aarzeland tussen groei en kwaliteit

door L. VAN LIEDEKERKE



Luc Van Liedekerke
KULeuven, Centrum voor Economie
en Ethiek, Leuven en UA, Centrum
voor Ethiek, Antwerpen.

ABSTRACT

Volgens bepaalde schattingen wordt in de VS ongeveer één dollar op acht ethisch geïnvesteerd. In Europa bereiken we zelfs niet 1%. Dit verschil heeft te maken met een strengere invulling van de notie 'ethische investering' in Europa en de relatieve afwezigheid van de institutionele belegger in de Europese context. Stilaan komt hier echter verandering in, de markt voor ethische investeringen groeit en ook de grote spelers lanceren ethische fondsen of ethische indexen. Dit gaat echter gepaard met een relatieve uitholling van het concept en een gebrekkige transparantie met betrekking tot de onderzoeksmethodologie die gehanteerd wordt om ethische van niet ethische investeringen te onderscheiden. De Europese markt staat op dit moment voor een dilemma tussen groei naar Amerikaans model of vasthouden aan strenge selectiecriteria en het risico lopen immer marginaal te blijven.

I. INLEIDING

Ethisch investeren is een kameleon. Het verschijnt onder diverse namen als duurzaam investeren of sociaal verantwoordelijk beleggen; namen die verwijzen naar een breed scala aan investeringsinstrumenten.¹ Nergens is die diversiteit zo groot als in de VS. Wanneer gezegd wordt dat in de VS één dollar op acht ethisch geïnvesteerd wordt, dan moeten we daar erg voorzichtig mee omspringen.² Die dollar kan immers zowel geïnvesteerd worden in een onderneming omdat ze uitblinkt in gelijkberechting van homoseksuelen, als in een onderneming omdat ze uitblinkt in het niet gelijkberechten van homoseksuelen. De enorme discrepantie tussen de hoeveelheid geld die ethisch belegd wordt in de VS en in mindere mate in de UK en de marginale hoeveelheden die op het Europese vasteland belegd worden, moet dan ook in eerste instantie verklaard worden vanuit een zeer diverse invulling van de notie 'ethiek' of indien u verkiest 'duurzaamheid'.³ Dit belet echter niet dat vandaag en in de overzienbare toekomst ethisch beleggen in eerste instantie een Angelsaksische aangelegenheid is. Maar het oude continent beent bij, en het is deze evolutie die ik hier willen toelichten.

Deze inleidende tekst probeert een momentopname van de ethische investeringsbeweging te maken. Waar staan we, wat zijn recente verschuivingen en welke pijnpunten komen naar boven. Onze conclusie zal zijn dat op het Europese vasteland ethisch investeren een kruispunt bereikt heeft. Ofwel evolueert het in de richting van de Amerikaanse markt en staan we voor een periode van sterke groei, ofwel blijft men vasthouden aan duidelijke waarden met het risico van immer marginaal te blijven. We starten echter met een kort stukje geschiedenis.

II. DRIE TYPES ETHISCHE INVESTERINGSFONDSEN

Ethisch investeren heeft Angelsaksische en religieuze wortels.⁴ Reeds tijdens de 19de eeuw zullen in de VS Quakers en Methodisten ageren tegen bedrijven die op een of andere wijze betrokken waren in alcohol productie of slavernij. Anderzijds zijn deze religieuze bewegingen niet te benauwd om deel te nemen aan het marktgebeuren, integendeel. Wanneer rond 1920 de Amerikaanse beurs een opgaande

beweging maakt, ontstaat vrijwel automatisch de uitdaging om een deel van deze economische groei mee te pikken, zonder tegelijk zijn religieuze moraal te verloochenen. Als antwoord hierop verscheen in 1928 het eerste ethische investeringsfonds. Dit fonds vertaalde zijn religieuze moraal in het afwijzen van zogenaamde *sin stocks*, waarbij de zonde er vooral in bestond dat men schade berokkende aan het goddelijk gegeven lichaam. Alcohol was zo'n zondig gegeven, maar ook gokken of in het algemeen alle activiteiten die tot gewelddadigheid voerden. Ethische investeringsfondsen van de eerste generatie worden gekenmerkt door deze negatieve benadering waarbij men op basis van een lijst van 'zonden' specifieke bedrijven of zelfs hele sectoren zal uitsluiten. Ook vandaag nog wordt een negatieve benadering gehanteerd waarbij de lijst van zonden blijft uitbreiden: bewapening, nucleaire energie, dierenproeven, genetisch gemanipuleerd voedsel etc..

Een tweede generatie ethische investeringsfondsen hanteert niet enkel uitsluitingscriteria maar gaat actief op zoek gaan naar bedrijven die uitblinken in een of andere activiteit, zoals bijvoorbeeld het gelijkberechtigten van vrouwen of minoriteiten. Ook dit type fondsen blijft een belangrijke rol spelen in de (Amerikaanse) ethische beleggingsmarkt. Uit dit type fondsen ontstond uiteindelijk een derde generatie ethische investeringsfondsen, die streeft naar een zo volledig mogelijk profiel van een bedrijf en op basis hiervan een selectie doorvoert. Klassiek zal die doorlichting drie terreinen bestrijken: het economische, het sociale en het milieuaspect. De wijze waarop die aspecten gecontroleerd worden en de concrete lijst van criteria kan echter sterk verschillen van fonds tot fonds, maar daarover meer in punt 6. Het is deze derde generatie fondsen die momenteel de markt voor ethische beleggingen domineert.⁵

In het algemeen kunnen we stellen dat ethisch investeren een stuk professioneler geworden is, enerzijds omdat marktprofessionelen zich voor het fenomeen gaan interesseren zijn en hierin een mogelijke nichemarkt zagen, anderzijds omdat de vele NGO's die bij het fenomeen betrokken waren zelf een stuk professioneler geworden zijn. De laatste jaren merken we dat zowel de NGO's als de marktprofessionelen gaan samenklitten in grotere groepen die onderling informatie uitwisselen en hun dienstverlening afstemmen op marktprofessionelen.⁶ Ook ethisch investeren ontsnapt uiteindelijk niet aan de schaalvergroting die financiële markten de voorbije decennia meegemaakt hebben.

III. MARKTVOLUME EN GROEI IN EUROPA: ENKELE CIJFERS

Er bestaat nogal wat uiteenlopend cijfermateriaal omtrent de markt voor ethisch investeren, maar over alle data heen zijn er twee zaken die naar voren springen:

- Ethisch investeren blijft in termen van geïnvesteerde volumes een marginale aangelegenheid.
- Het is een groeimarkt, zelfs op een moment dat heel wat kapitaal de beurs ontvlucht.

Tabel 1 geeft het procentueel aandeel van ethisch fondsen tegenover alle (UCITS) fondsen voor de belangrijkste Europese landen.⁷ Tabel 2 volgt de recente groei van ethische investeringsfondsen voor de belangrijkste Europese markten. Tabel 3 geeft geaggregeerde volumes en groeicijfers voor Europa.

Het volume aan ethische investeringen blijft in Europa beperkt tot een paar tienden van een procent – marginaal dus – maar de groei is wel opvallend. Er zijn wel duidelijke verschillen tussen landen onderling. Italië en Zweden, relatieve voorlopers op het vlak van ethisch beleggen, verteren het negatieve beursklimaat erg slecht en gaan duidelijk achteruit. België en recent ook Frankrijk, relatieve nieuwkomers, doen het daarentegen goed. In beide landen is dat voor een groot stuk toe te schrijven aan de actieve opstelling van één dominante partner: Arese in Frankrijk en Ethibel (en Cordius) in België.⁸ Deze groepen, elk met een relatieve monopoliepositie op hun lokale markt, hebben sterke invloed gehad op de visibiliteit van de notie ethisch beleggen.⁹ Een eerste doorbraak kwam er op het moment dat lokale banken bereid waren ethische produkten via hun kantorennetwerk te verdelen onder hun klanten. Dit bracht de notie ‘ethisch beleggen’ dichter bij het grote publiek. Maar de grotere bekendheid heeft niet onmiddellijk geleid tot een doorbraak in termen van de hoeveelheid geld die ethisch belegd wordt. Wellicht is hiervoor een tweede stap nodig: de intrede van grote institutionele beleggers. Precies hierin verschilt de Amerikaanse markt sterk van de Europese.¹⁰

TABEL 1
% Ethische fondsen tov alle (UCITS) fondsen in belangrijkste Europese markten (2001 QII)

	Duitsland	Frankrijk	Italië	UK	Nederland	België	Zwitserland	Totaal
%	0,10	0,13	0,43	1,03	1,45	1,47	1,47	0,43

Bron: SiRi groep/ Avanzi 2001

TABEL 2
Volume ethische investeringen voor belangrijkste Europese landen (miljoen €)

	Duitsland	Frankrijk	Italië	UK	Nederland	België	Zwitserland
1999	194	106	2.297	4.603	916	512	1.124
2001 (QII)	837	1.917	1.843	5.911	1.684	1.416	1.368

Bron: SiRi groep/ Avanzi 2001

TABEL 3
Volume en groeivoet voor Europese fondsen (miljoen €) (2001, QII)

	1999	2001 (QII)	Groei (%)
Ethische Fondsen	11.136	15.137	+35,9
Alle UCITS fondsen	3.233.000	3.632.200	+12,3

Bron: SiRi groep/ Avanzi 2001

IV. ETHISCH INVESTEREN EN DE FINANCIËLE WETENSCHAPPEN

Financiële wetenschappers besteden relatief weinig aandacht aan ethisch investeren, voor hen is het een randverschijnsel. Dit is jammer omdat ethische portfolio's interessante uitgangspunten kunnen zijn om theoretische problemen waar financiële wetenschappers al jarenlang mee worstelen te bestuderen. Een doorsnee ethische portfolio zal bijvoorbeeld meestal een ondervertegenwoordiging kennen in termen van grote bedrijven, een relatief hoge koers/winst (price/earnings) en price/book verhouding vertonen, en relatief meer 'excellente' bedrijven bevatten. Van daaruit kan je problemen zoals grootte effect of 'excellentie' effect bestuderen. Ook het oude probleem van markt-efficiëntie kan vanuit ethische portfolio's bestudeerd worden.¹¹ Ter illustratie behandelen we hierna kort het belang van ethisch investeren voor het *capital asset pricing model* (CAPM).

Wie gelooft in CAPM moet er tegelijk van overtuigd zijn dat ethische portfolio's op lange termijn gemiddeld slechter zullen presteren dan de markt, vermits die ethische portfolio een subset is van de markt. Hoe efficiënter de markt hoe sterker dit verschil naar boven moet komen. In realiteit merken we hier echter niets van. Men zou kunnen betogen dat de afwezigheid van een diversificatie-effect te verwachten is vermits het meestal volstaat om een voldoende toevallig gekozen selectie van de marktportfolio te nemen om het diversificatie-effect te laten verdwijnen. Maar dit argument gaat niet op voor ethisch gescreende portfolio's aangezien de ethische filter allesbehalve een toevalskarakter vertoont. De *Domini Social Index* bijvoorbeeld, zowat de oudste brede aandelenindex in de SRI geschiedenis, heeft een substantiële exposure ten aanzien van de olieprijs; enerzijds omdat de energiesector sterk ondervertegenwoordigd is, en anderzijds omdat de retail sector oververtegenwoordigd is en die sector dan weer een negatieve druk ervaart bij stijgende olieprijsen.

Een andere hypothese wordt geleverd door Moskowitz die reeds in 1972 betoogde dat ethische portfolio's beter zullen presteren dan de markt omdat ze een vorm van informatie bevatten waarvoor de markt zelf ten onrechte niet gevoelig is. Er zijn daarbij talrijke argumenten aangevoerd die een band tussen ethische screening en betere financiële performantie zouden kunnen onderbouwen. We vermelden hier een paar hypothesen die in de literatuur opduiken.

- Sociaal verantwoordelijk gedrag is een indicator van management-competentie. Waddock en Graves (1997a) is een voorbeeld van een empirische studie die deze idee probeert te ondersteunen.
- Er is nogal wat materiaal dat erop wijst dat bijvoorbeeld een actieve milieupolitiek die hoog scoort in termen van duurzaamheid – en daarom een bedrijf in ethische portfolio's situeert – tegelijk ook voordelig is in termen van operationele kosten op lange termijn. Dit vertaalt zich dan in een hogere return voor het aandeel. Russo (1997) analyseert deze relatie.
- Sociaal verantwoordelijk gedrag kan aanzien worden als een signaal van vroeger of toekomstig financieel succes. De vrije kasmiddelen die daarmee samenhangen zouden managers niet enkel afleiden naar aandeelhouders en dividenden, maar gediversifieerd investeren in bijvoorbeeld klantenrelaties of relaties met werknemers die het imago van het bedrijf helpen opkrikken. Het zou daarbij vooral gaan om investeringen die relatief makkelijk omkeerbaar zijn zoals bijvoorbeeld eenmalige giften, of een milieuproject met een afgelijnde tijdshorizon. Een ethisch raster zou dit signaal relatief makkelijker oppikken dan andere actieve beheersmethoden.
- Extra investeren in relaties met werknemers zal door ethische screening van bedrijven opgepikt worden. Tegelijk zullen deze investeringen de werknemersmoraal en de loyaliteit opkrikken, wat dan resulteert in meer productieve werknemers. Kurtz en Luck (2002) volgen bijvoorbeeld de return voor een groep bedrijven uit de *100 best companies to work for* en stellen dat voor de periode 1984-2002 deze bedrijven duidelijk beter presteren.

De meeste empirische studies vinden deze effecten niet terug en besluiten dat ethische portfolio's niet beter of slechter presteren dan de markt.¹² Met andere woorden, de Moskowitz positie wordt evenmin als de strikte CAPM hypothese ondersteund door de cijfers. De puzzel blijft dus overeind, en het is zelfs mogelijk dat beide hypothesen kloppen.

Naast het probleem van marktefficiëntie zijn er verschillende andere financieel theoretische problemen in verband met ethisch investeren die tot nu toe onbeantwoord blijven. We vermelden er hier kort een vijftal die stuk voor stuk een eigen onderzoeksdomein kunnen vormen:

1. *Efficiëntie grenzen*: Hoe ziet de efficiënte grens eruit voor een ethisch investeerder? En hoe verhoudt die grens zich tot de

efficiëntiegrens voor niet ethisch gescreende portfolio's? Eén voorbeeldstudie is deze van D'Antonio, Johnson en Hutton (2000) die stelt dat voor de periode 1990-1997 de ex-post efficiëntiegrens van de ethische portfolio die van de marktportfolio domineert voor convexe, concave en neutrale allocatiestrategieën.

2. *Families van ethische variabelen*: Bij ethische screening van bedrijven zijn de resultaten voor verschillende ethische variabelen dikwijls sterk verbonden. Bedrijven die makkelijk vrije cash delen, zullen veelal ook relatief hoge R&D uitgaven vertonen. Wie sterk presteert op de variabele arbeidsveiligheid heeft dikwijls ook lage absentiegraden. Factoranalyse zou toelaten om dergelijke variabelen te bundelen en bedrijven met gelijkaardige ethische profielen bij elkaar te brengen. Men zou kunnen nagaan in hoeverre bepaalde groepen variabelen meer of minder impact hebben op de financiële prestaties. Eventueel is het resultaat van dergelijk onderzoek op te nemen in een actief beheerde portfolio. Waddock en Graves (1997b) is een poging in die richting.
3. *Voorspelling van ethisch gedrag*: De lijst van bedrijven in ethische portfolio's is relatief stabiel en zeker een stuk stabieler dan de lijst van 'excellente' of 'most admired' bedrijven. Die stabiliteit zou kunnen toelaten om het toekomstig gedrag van het bedrijf te voorspellen, en indien ethische bedrijven anders presteren dan de markt, dan kan die informatie gebruikt worden in een beleggingsstrategie.
4. *Kapitaalkost*: In de VS is ethisch investeren duidelijk geen marginaal fenomeen (cijfers lopen uiteen van 7 tot 13% van de markt). Bedrijven die zonder moeite ethische rasters overleven zouden kunnen beroep doen op een potentieel grotere groep investeerders en zouden daarom een relatief lagere kapitaalkost hebben. Anderzijds zou dit zich ook moeten vertalen in meer inspanningen om de ethische investeerder aan te trekken en uiteindelijk dus in gedragsverandering van de bedrijven zelf, wat finaal de hele doelstelling is achter ethisch investeren. In hoeverre klopt dit verhaal?
5. *Vast rentende activa*: Onderzoek naar ethisch investeren is tot nu toe vooral of vrijwel exclusief toegespitst op aandelenportfolio's. Maar ethische rasters worden ook gebruikt voor vast rentende activa. Hier zijn de verschillen tussen de ethische gescreende en niet ethisch gescreende portfolio's meestal groter omdat grote bedrijven die erg actief zijn in het uitgeven van obligaties relatief ondervertegenwoordigd zijn in ethische portfolio's. Obligatie portfolio's zijn

daarom wellicht een stuk handiger om puzzels in verband met ethisch investeren te bestuderen dan aandelenportfolio's.

V. INSTITUTIONELE INVESTEERDERS IN AANTOCHT?

Eén resultaat dat uit het hierboven aangehaald empirisch werk naar voren springt is dat het obstakel 'winst' of 'financiële return' uiteindelijk geen reden kan zijn om niet te investeren in ethische portfolio's. Iedereen zou zich vrij moeten voelen om de stap te zetten. En het lijkt er sterk op dat particulieren zowel als institutionele investeerders ook werkelijk plannen in die richting hebben. Een enquête uitgevoerd in oktober 2001 onder marktprofessionelen levert in dit verband interessant materiaal.¹³ De belangrijkste bevindingen zijn:

- 92% van de populatie gelooft dat ethisch investeren een sterke groeimarkt is.
- 64% gelooft dat de ontwikkeling van die markt zal leiden tot een wijziging in het investeringsgedrag van zowel particuliere als institutionele beleggers.
- 91% meent dat deze wijziging in beleggingsstrategie impact zal hebben op het sociaal en milieugedrag van bedrijven.
- 48% van de aangesproken financiële instellingen bieden op dit moment ethische producten aan of zijn van plan dit in de nabije toekomst te doen. De meerderheid van deze producten is gericht op de particuliere belegger maar ook de institutionele belegger wordt meer en meer geviserd.

Marktprofessionelen registreren duidelijk een verhoogde interesse. Uit andere enquêtes blijkt dat ook de individuele belegger zoekt naar een mogelijkheid om ethisch te investeren.¹⁴ Tenslotte is er ook vanuit politieke hoek enige zachte druk op institutionele beleggers gekomen om meer aandacht te besteden aan ethisch investeren. Zowel in Duitsland, Engeland, Frankrijk als België wordt van institutionele beleggers verwacht dat zij hun politiek ten aanzien van ethisch beleggen (waarom doen ze het of waarom doen ze het niet) nader toelichten. Een Europees initiatief op dit vlak kan bijna niet uitblijven. En toch, ondanks al deze interesse zowel vanuit vraag als aanbodzijde, en ondanks de voorzichtige politieke druk in de richting van ethisch beleggen merken we nog geen echte beweging op de markt

zelf. Zoals hierboven reeds aangegeven blijven de geïnvesteerde volumes miniem. Wat weerhoudt de particuliere en vooral de institutionele belegger?

Er zijn hiervoor ongetwijfeld verschillende redenen, maar één van de belangrijkste redenen lijkt me van financiële aard. Om dit nader toe te lichten keren we nog even terug naar de financiële kenmerken van ethische portfolio's.

In Tabel 5 en 6 kijken we naar rendement en risicoprofiel van drie ethische indexen, de *Dow Jones Sustainability Global Index* (DJSI),

TABEL 5
*Vergelijking en rendement van duurzame indices met hun benchmarks
(1996 – 2000)*

Duurzame index (Benchmark)	Gemiddeld jaarlijks rendement in %		Gemiddelde jaarlijkse volatiliteit (standaarddeviatie in %)	
	Duurzame index	Benchmark	Duurzame index	Benchmark
DJSI (DJGI World)	25,1	21,6	20,0	16,8
DSI 400 (S&P 500)	35,0	33	16,2	13,0
Ethibel (MSCI World)	29,9	23	24,5	14,8

TABEL 6

	Sharpe ratio		Jensen maatstaf	Systema- tisch risico	Tracking error (%)	
	Duurzame index	Bench- mark	α	β	1996- 2000	okt 1999- okt 2000
DJSI (DJGI World)	0,30	0,26	0,002	1,016 (*)	5,2	7,0
DSI 400 (S&P 500)	0,45	0,44	0,001	1,036 (*)	3,4	5,0
Ethibel (MSCI World)	0,34	0,29	0,004	1,056 (*)	6,0	9,5

(*) significante coëfficiënt (betrouwbaarheid van 95%)

Bron: KBC Economisch Financiële Berichten, jrg. 56, nr. 3, p. 9.

de *Domini Social Index* (DSI) en de *Ethibel* index.¹⁵ Deze worden telkens naast een niet gescreende portfolio geplaatst die als benchmark gehanteerd wordt. We vermelden daarbij enkele populaire maatstaven van return enerzijds en risicoprofiel anderzijds. De stelling die we hierboven poneerden, namelijk dat gecorrigeerd voor risico ethische indexen gelijkaardige returns bieden als niet ethisch gescreende indexen, wordt hier bevestigd. Maar toch moet het risicoprofiel de institutionele belegger zorgen baren. Met een tracking error die voor de periode 1999-2000 oploopt tot 9% zit die institutionele belegger in een lastig parket.¹⁶ Wie als fondsenbeheerder opgezadeld wordt met een portfolio die potentieel zo erg uit de hand kan lopen weet dat zijn positie niet veilig is.

Maar de terughoudendheid ten aanzien van ethisch investeren hoeft niet enkel met individuele schrik of onwil te maken te hebben. Het risicoprofiel van een ethische portfolio is soms gewoon niet verenigbaar is met de regels waaraan die portfolio eventueel wettelijk onderworpen is. Voor een pensioenfonds bijvoorbeeld is de stabiliteit van het fonds de eerste belangrijke waarde, zowel vanuit een wettelijk als vanuit een ethisch oogpunt. Men speelt hier immers met de toekomst van mensen.

Je kan natuurlijk gaan sleutelen aan het risicoprofiel van de ethische portfolio. Dit zal betekenen dat je zoekt naar extra bedrijven, dat je probeert om sectoren die nu uit de boot vallen alsnog in de selectie te betrekken.¹⁷ Hoe dan ook, een en ander zal neerkomen op een aanpassing in de screening. Maar daarmee verschuift natuurlijk tegelijk de term 'ethisch' of 'duurzaam'. En hier stuiten we op het dilemma waar we in de inleiding op alludeerden. Of je gaat de selectie ruimer en ceteris paribus dus ook minder streng maken waarbij je inboet op de ethische kwaliteit van de portfolio, of je legt je neer bij het bestaande risicoprofiel met als resultaat dat institutionele beleggers blijven aarzelen en ethisch investeren in de marginaliteit blijft hangen. Het lijkt me dat minstens in de Angelsaksische wereld er reeds enige tijd voor de eerste optie gekozen werd, terwijl men op het oude continent nog even aarzelt.

VI. EEN METHODOLOGISCH KLUWEN

Hoe zal een ethisch fonds zijn kandidaten selecteren? Het antwoord op deze vraag verschilt sterk van fonds tot fonds.¹⁸ In eerste instantie

is er het in de inleiding reeds aangehaalde onderscheid tussen eerste, tweede en derde generatie fondsen. Maar ook binnen derde generatie fondsen zijn er sterke verschillen. Je kan de gebruikte methoden opdelen in een drietal types benaderingen: een relatieve, een absolute en een adviesvorm.

- *De relatieve of 'best in class' benadering.* Het einddoel bij deze benadering is het selecteren van de X % best presterende bedrijven volgens een bepaalde lijst van criteria. Meestal zal de selectie sectorieel georganiseerd worden, eventueel aangevuld met een geografisch criterium. Bijvoorbeeld: de 10% best presterende bedrijven uit de Europese energiesector. Belangrijke voorbeelden van deze benadering zijn DJSGI en FTSE4Good. Het nadeel van deze methode is dat de 10% beste bedrijven uit een sector daarom nog niet behoorlijk hoeven te presteren vanuit een ethisch of duurzaam standpunt.
- *De absolute benadering:* De absolute benadering volgt de weg van de klassieke financiële ratingbureau's en zal een absolute score toekennen aan elk bedrijf dat doorgelicht wordt. Er wordt daarna meestal een minimumscore gedefinieerd waaraan een bedrijf dient te voldoen om in aanmerking te komen voor een ethisch register of een ethisch fonds. Het Duitse Oekom Research bijvoorbeeld hanteert een letter-score: A, B, C, D, gecombineerd met een +/- of ~ (neutraal) en stelt als limiet dat een bedrijf minstens een C+ dient te halen om in aanmerking te komen voor een ethisch fonds.¹⁹ Op deze manier schakelt Oekom Research het probleem uit dat samenhangt met een relatieve benadering. Wanneer een sector in zijn geheel slecht presteert zal de hele sector gewoon uit de selectie verdwijnen.
- *De adviesbenadering:* Het eigene aan deze benadering is dat het finale advies doorheen een groep van (externe, onafhankelijke) experts gaat die dan een advies voor of tegen selectie uitbrengen. Ethibel is een typevoorbeeld van deze benadering. Enerzijds hanteert deze screeningorganisatie een *best in class* benadering waarbij in principe geen sectoren uitgesloten worden. In tweede instantie echter zal het oordeel van het research team voorgelegd worden aan een groep externe experts die een finaal advies uitbrengen omtrent de aanvaardbaarheid van de selectie. Hier kan in principe een probleem van transparantie ontstaan omtrent de criteria die door de experts in kwestie gehanteerd worden om een bedrijf al of niet te aanvaarden.

Naast deze methodologische verschillen bestaan er tussen de actoren in de ethische beleggingswereld ook belangrijke verschillen in:

- De lijst van criteria waarop getoetst wordt.
- De diepgang en kwaliteit van de controle.
- De opvolging van de controle achteraf.

Uit deze methodologische diversiteit volgt dat er belangrijke verschillen zijn in de kwaliteit en aard van ethische selectie, kwaliteitsverschillen die voor de ethische investeerder, en soms zelfs voor de aanbieder van ethische fondsen niet altijd even transparant zijn. Een voorbeeld: de *FTSE4Good*.

In het landschap van de ethische investeringen is de lancering van de *FTSE4Good* door FTSE ongetwijfeld een belangrijke ontwikkeling gebleken. Het doorlichtingswerk voor deze index wordt geleverd door EIRIS, een Britse screeningorganisatie met een behoorlijke reputatie. Aan het lanceren van dit beleggingsinstrument is een uitgebreide consultatieronde voorafgegaan in de wereld van ethische investeerders in verschillende landen.²⁰ En toch roept het eindresultaat op velerlei vlakken vragen op. Ik vermeld een aantal mogelijke mankementen van de screeningsmethode.

- Van een bedrijf wordt verwacht dat het milieumanagement volgens een zestal normen gevoerd wordt. Maar om geselecteerd te worden volstaat het dat een beperkt deel van de activiteiten (20%), volgens die normen gevoerd wordt. En wat met die overige 80%?
- Wanneer een bedrijf minder dan 20% van de aandelen bezit in een ander bedrijf, dan worden de activiteiten van dit dochterbedrijf niet doorgelicht.
- Bij de vorming van het oordeel wordt vooral gelet op de formele kant van de bedrijfsvoering (de managementsystemen) en in mindere mate op de reële resultaten.
- Belangrijker dan de feitelijke handelingen van het bedrijf is de vooruitgang die het bedrijf maakt (in eerste instantie in zijn managementsystemen). Het is de trend die beslissend is voor de uiteindelijke selectie. Maar zijn de feitelijke resultaten niet veel belangrijker? Een dief die van twee diefstallen per maand evolueert naar één diefstal per maand blijft uiteindelijk nog steeds een dief.

Gelijkaardige problemen doen zich ook voor met betrekking tot de *Dow Jones Sustainability Index*. De selectie gebeurt hier bijvoorbeeld vrijwel uitsluitend op basis van een vragenlijst die naar de aangezochte

bedrijven doorgestuurd wordt. Maar niet alle bedrijven antwoorden, en de antwoorden zelf worden slechts in beperkte mate op hun betrouwbaarheid gecontroleerd. Een onderzoek uitgevoerd door Avanzi omtrent de criteria die Europese ethische investeringsfondsen hantieren levert dan weer merkwaardige resultaten op.²¹ Zo onderzoekt slechts 30% van alle fondsen gegevens omtrent corporate governance, en degenen die het doen zijn bijna allemaal Brits (met uitzondering van België en Zwitserland waar dit criterium ook een rol speelt). En dit ondanks alle aandacht die het corporate governance thema de laatste jaren gekregen heeft!

Vanuit het oogpunt van de consument (de ethische investeerder) verschijnen dergelijke methodologische zwaktes bij de samenstelling van een ethische portfolio als een ernstige bedreiging. Tot nu toe is de consument zich daar echter nauwelijks van bewust en kunnen aanbieders hun ethische producten verkopen zonder al te veel inzage te moeten geven in de gehanteerde methodologie. Sterker nog, zoals hierboven reeds gesteld, de aanbieders hebben niet zelden zelf geen helder zicht op selectieprocedure en selectiecriteria.

Dit is niet zonder gevaar. De consument die achteraf moet ontdekken dat wat zij of hij als duurzame, ethische of sociaal verantwoorde investering selecteerde – en waar eventueel een meerkost voor diende betaald te worden in termen van bijvoorbeeld hogere beheerskosten²² – uiteindelijk niet zo duurzaam of ethisch blijkt te zijn, die consument voelt zich bekocht. Dit soort van kortsluitingen kan ontstaan bij elke vorm van beleggen, maar is wellicht nog gevaarlijker wanneer er beroep gedaan wordt op de edele bedoelingen van de consument. Edele bedoelingen zijn immers uiterst kwetsbaar, misbruik ervan leidt vrijwel onvermijdelijk tot cynisme (denk bijvoorbeeld aan het geval van altruïstische giften die achteraf misbruikt blijken te zijn) en kan het vertrouwen in de markt van ethische beleggingen danig ondergraven.

Vanuit economisch oogpunt kan je stellen dat in zijn huidige toestand de markt voor ethische beleggingen gevoelig is voor een *adverse selection* mechanisme. Drie factoren spelen hierin een rol:

1. De investeringsbeslissing van de consument wordt mede bepaald door de ethische kwaliteit van de portfolio.
2. Het is in het belang van de aanbieder om foute of vertekende informatie te geven omtrent de ethische kwaliteit van een portfolio.
3. Er bestaat een informatieasymmetrie tussen consument en aanbieder met betrekking tot de ethische kwaliteit van de portfolio.

We lichten deze drie factoren kort even toe.

1. We weten uit surveys dat de consument die ethisch belegt of sterke interesse daarin vertoont, in eerste instantie kijkt naar de return van zijn belegging – en zelden bereid is daarop in te leveren – en in tweede instantie naar de ethische kwaliteit van het product. Met andere de ethische kwaliteit van de portfolio speelt wel degelijk een rol in het keuzeproces.²³
2. Elke aanbieder die institutionele investeerders in de markt wil betrekken zal zoals betoogd werd in punt 5 moeten inbinden op de ethische kwaliteit van zijn portfolio. Bovendien hangt er ook een kostprijs vast aan de kwaliteit van de ethische informatie, een kostprijs die weegt op de return van de portfolio, terwijl de consument nu net niet bereid is financiële opbrengst in te leveren voor ethische kwaliteit. Een ‘handige’ aanbieder zal daarom al vlug geneigd zijn om de kosten voor ethische screening te drukken, maar tegelijk zijn product blijven aanprijzen als de ultieme duurzame investering.
3. Tenslotte werd in punt 6 aangegeven dat de informatiestroom tussen aanbieder en consument omtrent de ethische kwaliteit van het product op dit moment een ondoorzichtig kluwen is. De informatieasymmetrie is met andere woorden duidelijk aanwezig, alleen is die consument zich daar op dit moment nog niet echt van bewust. Eenmaal dat bewustzijn groeit – en daarvoor volstaan één of twee goed uitgesmeerde schandalen in de aard van: ‘ethisch fonds promoot flagrant onethisch bedrijf’ – en het adverse selection mechanisme komt in actie.

VII. UITWEGEN EN VOORSTELLEN VOOR EUROPA

Als we deze dreiging willen bezweren moeten we sleutelen aan één of meerdere van de bovenstaande factoren. Factor één en twee kunnen we gerust uitsluiten, blijft over de derde factor, de informatieasymmetrie.²⁴ Er zijn verschillende manieren om hier iets aan te doen. Ethibel heeft bijvoorbeeld het Ethibel label gecreëerd dat een bepaalde kwaliteit van de ethische screening van de portfolio garandeert. Finansol is een gelijkaardig label in Frankrijk. Maar deze labels blijven een erg marginale aangelegenheid en bovendien zal een wildgroei van labels de transparantie van de markt niet onmiddellijk verhogen. Een parallelle situatie was aanwezig in de markt voor bio-voedsel, die op

een bepaald moment ook door allerlei kwaliteitslabels overspoeld werd. Een zeker overheidsingrijpen lijkt hier, net zoals in het geval van de biolabels, wenselijk. De overheid kan daarbij opteren om een minimuminhoud op te leggen aan elk beleggingsproduct dat zich als ethisch wil aanprijzen. Er zijn dan natuurlijk onmiddellijk ook controleorganen vereist die deze minimale inhoud dienen na te gaan. Dit is al bij al een vrij ambitieuze opgave waarvan het succes niet gegarandeerd is, o.a. omdat het bepalen van een minimuminhoud bij een ethische portfolio een allesbehalve vanzelfsprekende aangelegenheid is. Men kan ook opteren voor een zelfregulerende sector, maar dit vooronderstelt wellicht een iets homogener sector dan we tot nu toe constateren. Of je kan de huidige situatie behouden en de controletaak overlaten aan de consument zelf, daarin geholpen door het spel van de concurrentie tussen de aanbieders van het product. Je kunt die consument wel een handje helpen door grotere transparantie op te leggen. Dit is wellicht een iets makkelijkere piste die vrij snel te implementeren valt. Transparantie is dan nodig met betrekking tot een hele serie aspecten zoals:

- Welke criteria worden gehanteerd bij screening van bedrijven en op welke wijze wordt de informatie hieromtrent opgevraagd en verwerkt.
- Is er opvolging omtrent de ethische kwaliteit van de geselecteerde bedrijven, en hoe is die opvolging georganiseerd?
- Wat is het eigen statuut van de ethische beleggingsorganisatie? Gaat het om een onafhankelijke instelling, zijn er duidelijke banden met andere groepen, eventueel bedrijven, etc.
- Hoe wordt het ethisch fonds beheerd en welke criteria heeft dit fonds gebruikt bij de samenstelling van zijn portfolio.
- Eenmaal het fonds samengesteld, is het dan achteraf nog mogelijk dat bedrijven uitgesloten worden omwille van wijzigingen in hun ethische kwaliteit?
- Wie betaalt het ethisch selectiebureau? Het bedrijf dat toestemt in een selectieprocedure of de aanbieder van fondsen?

Dit zijn slechts een paar prangende vragen die elke ethische investeerder aanbelangen en die al te dikwijls nog in het duister blijven hangen. De sector zelf kan hier nog belangrijke inspanningen leveren en eventueel dient de overheid richtinggevend op te treden.

Een tweede vraag is op welk niveau dit overheidsoptreden dient gesitueerd te worden. Is dit een nationale kwestie of een supra-nationale

kwestie? Op dit moment zijn het vooral nationale overheden die sporadisch initiatieven nemen in verband met ethisch investeren. Maar gegeven de schaalvergroting in de sector en het samenklitten van steeds grotere groepen lijkt het me aangewezen dat Europa hier de bakens uitzet. Ik vermeld een aantal aspecten die vanuit Europa kunnen aan-gekaart worden.

- Het in kaart brengen van het kluwen van ethische investeringsmogelijkheden en ethische labels, en daarin duidelijke minimale grenzen trekken omtrent wat van een ethisch financieel product mag verwacht worden.²⁵
- Het bepalen van een minimale informatieplicht van de aanbieder van ethische investeringen ten aanzien van zijn cliënt. Dit naar analogie met reeds bestaande regels voor andere financiële producten.²⁶
- Een indirecte maatregel die potentieel erg grote impact kan hebben op de markt voor ethisch investeren is het uitbreiden van de informatieplicht naar beursgenoteerde bedrijven in de richting van sociale en ecologische balansen. Het ontbreken hiervan bemoeilijkt vandaag in grote mate het selectieproces. De dataset waarop de selectie steunt zou hiermee verrijkt en gehomogeniseerd worden.
- Institutionele investeerders aansporen om open kaart te spelen met betrekking tot ethisch investeren. Dit naar analogie met bestaande nationale maatregelen in Australië, Duitsland, Engeland, België en Denemarken.
- Het aansporen van banken en andere potentiële aanbieders van ethische producten om vrijwillige charters te ondertekenen zoals het UNEP charter waarin de bankpolitiek ten aanzien van duurzaam investeren onder de loep genomen wordt. Dit kan de druk tot een ruimer aanbod ethische investeringsfondsen enkel verhogen.
- Research ondersteunen die de markt voor ethische investeringen en de concepten waarop het steunt zoals duurzaam ondernemen in kaart brengt. Niet onbelangrijk is daarbij het ondersteunen van onderzoek naar de financiële eigenschappen van ethisch investeren en het methodologisch kader waarin selectie plaatsvindt.
- Onderzoek zou zich tegelijk dienen te vertalen in bewustmakings-campagnes ten aanzien van cruciale spelers op het terrein.

Nogmaals, het kan niet de bedoeling zijn van regulerende inspanningen om tot een homogeen ethisch beleggingsproduct te komen.

De diversiteit die we vandaag in de markt voor ethische beleggingen terugvinden is immers een directe weerspiegeling van het morele pluralisme in onze liberale samenlevingen. Een homogeen product staat daar haaks op. Tegelijk heeft het morele pluralisme dat de moderne samenleving kenschetst ons echter nooit belet om op zoek te gaan naar een basisconsensus. Een parallel probleem in de wereld van de bedrijfsethiek bijvoorbeeld is de enorme diversiteit aan morele codes voor bedrijven. Met enige overdrijving kunnen we stellen dat er wellicht evenveel verschillende bedrijfscodes als bedrijven zijn. Dit belet echter niet dat men tegelijk streeft naar een consensusopinie omtrent een aantal essentiële gedragslijnen. Zo zal de Internationale Arbeidsorganisatie (ILO) zijn gedragsregels voor de sociale politiek van bedrijven terugbrengen tot een viertal principes. Deze principes vinden we op hun beurt terug in talrijke andere gedragscodes van internationale organisaties (OESO richtlijn voor multinationals, Global Compact initiatief van de VN, etc) en in codes die uitgaan van de private sector. Deze principes die uitkristaliseren na lang overleg tussen partners van allerlei slag krijgen langzamerhand het statuut van een soort moreel minimum op het vlak van de sociale politiek van bedrijven. Vanuit die basisconsensus kan diversiteit groeien. Dergelijke internationaal ondersteunde rock-bottom ervaringen van een ethisch minimum voor bedrijven, vormen een uitstekende referentie voor het bepalen van minimale criteria waaraan een ethische of duurzame belegging dient te voldoen. Het internationale karakter van de criteria en de betrokkenheid van allerlei stakeholders bij het tot stand komen van de criteria, verleent bovendien een aspect van universaliteit aan de criteria en die universaliteit kan op haar beurt gebruikt worden als legitimatie voor de morele waarde van de keuze die men maakt.

VIII. BESLUIT

Ethisch investeren is ontstaan vanuit de overtuiging dat er een ethisch deficit in de markt schuilt. Kort door de bocht: vanuit het besef dat winst alleen niet genoeg is. Ook vandaag wordt deze beweging nog steeds gedragen door deze morele overtuiging. Niet iedereen hoeft het daarmee eens te zijn – wie gelooft in een shareholder filosofie zal dit overigens vurig bestrijden – maar een steeds grotere groep beleggers blijkt niet ongevoelig voor dit argument. Voor verschillende Europese

landen geldt dat bij gelijke financiële prestaties bijna de helft van alle beleggers naar ethische beleggingsproducten wil uitwijken. Ook marktprofessionelen tonen een stijgende interesse in deze niche markt en dit vertaalt zich in een toenemende druk om verder te groeien. Om te groeien en vooral om de institutionele belegger over de streep te halen dienen ethische beleggingsproducten zich echter beter te diversifiëren, vooral sectorieel en geografisch. Dit wil zeggen: meer bedrijven toelaten tot de selectie. Maar dit dreigt het originele concept uit te hollen. De selecterende blik wordt minder kritisch, de lijst van criteria korter of de operationalisering ervan twijfelachtig zoals het voorbeeld van de FTSE4Good duidelijk aantoonde. Resultaat: de ethische consument krijgt een kat in een zak.

Ethisch beleggen staat voor een dilemma: groeien en zijn morele inhoud zien verwateren of idealistisch vasthouden aan gestrenge criteria en immer marginaal blijven. Momenteel heeft de druk om te groeien duidelijk de overhand. Maar om deze groei veilig te stellen dient men te waken over de ethische kwaliteit van de beleggingsproducten. Doet men dat niet, dan komt vrijwel onvermijdelijk de dag waarop de ethisch bewogen consument de waarheid achterhaalt en gekrenkt in zijn moreel engagement de hele ethische investeringsbeweging ontgoocheld de rug toekeert.

NOTES

1. Hoewel ook het Angelsaksische taalgebied verschillende concepten hanteert – elk met hun eigen nadruk – is *Socially Responsible Investment (SRI)* toch de standaardterm geworden.
2. Cijfers van het Social Investment Forum (www.socialinvest.org).
3. Zelfs het berucht ‘*vice fund*’, dat zich specialiseert in beleggingen in alles wat enigszins onethisch klinkt zoals wapenning, pornografie enz, en overigens een uitstekende resultatenrecord kan voorleggen, ook dit fonds behoort tot de ‘ethisch’ gescreende fondsen.
4. Ethisch investeren zal zijn religieuze wortels pas ontgroeien tijdens de anti-Vietnam beweging van de jaren 60 toen ook niet religieuze groepen kapitaal als drukingswapen begonnen te ontdekken. Het is echter tot op vandaag het geval dat religieuze bewegingen een belangrijk deel (een derde tot de helft) van de Amerikaanse markt voor ethische investeringen bestrijken.
5. Soms maakt men een onderscheid tussen derde en vierde generatie fondsen. Een vierde generatie wordt dan gedefinieerd als een derde generatie fonds waar een actieve bevraging van alle mogelijke stakeholders die in de buurt van het bedrijf komen aan toegevoegd wordt. Die stakeholdersdialoog wordt door vierde generatie fondsen als een essentiële verruiming gezien van het bronnenmateriaal waarop de uiteindelijke selectie zal steunen. Zie hieromtrent ook de website van Ethibel, www.ethibel.org.
6. De intrede van grote spelers in de markt wordt gesymboliseerd door de lancering van ethische indices door Dow Jones en FTSE. Een typevoorbeeld van een NGO bij ons

ten lande die stukken professioneler is gaan werken is Ethibel. Wat jarenlang een één-manszaak was, is nu uitgegroeid tot een kleine KMO met een twintigtal werknemers. Via het SiRi netwerk heeft het partners in talrijke Europese en niet-Europese landen waardoor een betere en snellere uitwisseling van informatie mogelijk wordt.

7. UCITS staat voor 'Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities'.
8. Sinds december 2002 is Arese van het toneel verdwenen en opgegaan in Vigeo. Het initiatief hiertoe kwam vanuit de Franse vakbonden, die Vigeo willen omtoveren tot een marktleider voor Europa op het vlak van CSR en SRI.
9. Duitsland ondersteunt op negatieve wijze deze stelling. Het land wordt gekenmerkt door een grote verscheidenheid aan organisaties die op een of andere wijze betrokken zijn bij ethisch investeren, en dit zonder een duidelijke marktleider. Tegelijk merken we dat deze potentieel erg grote markt volstrekt onderontwikkeld blijft op het vlak van ethisch investeren.
10. Het VK bevindt zich ergens tussenin, vanaf 1999 merken we daar de eerste schuchtere intrede van institutionele beleggers. Dit vertaalt zich onmiddellijk in een toename van de geïnvesteerde volumes van £22.7 miljard in 1999 naar £224.5 miljard eind 2001 (Sparkes (2002)).
11. Een goede inleidende tekst hierop is Loyd Kurtz (1997).
12. Deze discussie is allesbehalve afgerond. Sommigen houden hardnekkig vast aan de overtuiging dat de risk-return prestatie van ethische portfolio's beter is dan die van de markt (ethiek rendeert!), maar methodologisch meer verfijnde studies zoals Gregory (1997) of Bauer, Koedijk en Otten (2002) vinden geen verschil. Deze laatste studie noteert wel een learning effect bij ethische fondsen. Een probleem met al deze studies is dat ze meestal steunen op US data, en dat er specifiek met betrekking tot het Europese vasteland er relatief weinig research te vinden is.
13. *The European Survey on socially responsible investment and the financial community*. Enquête omtrent ethisch investeren uitgevoerd voor CSR Europe en Euronext van 19 tot 24 oktober 2001, bij 105 analisten en 197 fondsenbeheerders in 9 verschillende Europese landen. Het onderzoek werd uitgevoerd door Taylor Nelson Sofres. Resultaten zijn te vinden op de website van CSR Europe www.csreurope.org.
14. Voor Frankrijk, niet bepaald een voorloper wat ethisch investeren betreft, toont een andere studie van Taylor Nelson Sofres, (studie voor Topcom, 15 januari 2001) aan dat 77% van de aandeelhouders het belangrijk vindt om in sociaal verantwoordelijke bedrijven te kunnen investeren, en dat 56% ook werkelijk van plan is te investeren in ethische fondsen.
15. Let wel, de Ethibel index die we hier hanteren is een typeportefeuille door KBC samengesteld op basis van het toen bestaande Ethibel register en verschilt van de pas in juni 2002 gelanceerde Ethibel Sustainability Index (ESI).
16. Eén van de problemen bij het vergelijken van ethische indexen is de keuze van de benchmark. Zeker in het geval van de Ethibel index is het absoluut niet voor de hand liggend om een passende benchmark aan te duiden, en de tracking error van 9% is dan ook wellicht in eerste instantie te wijten aan een niet passende benchmark. Momenteel vertoont de Ethibel Sustainability Index een tracking error van 5 tot 6%, wat nog steeds een stuk hoger ligt dan de 2 tot 3% van de DJGSI.
17. Zo zal DJGSI bijvoorbeeld een 'target market cap' van 20% per industriegroep zetten, wat minstens voor een aantal sectoren impliceert dat je nauwelijks tot niet om de grote bedrijven heenkan.
18. Sommige actoren in de wereld van het ethisch investeren zullen geen eigen selectie naar voren brengen maar zich beperken tot het leveren van informatie. Een typevoorbeeld is EIRIS. Deze Londense organisatie beperkt zich tot het leveren van informatie omtrent een lijst van 2500 bedrijven die allen op een 350 verschillende indicatoren getoetst worden. Op basis van deze informatie kan de cliënt zelf zijn 'ethische' portfolio samenstellen. Voor meer info zie www.eiris.org. Bij ons hanteert

Stock at Stake, een commerciële afsplitsing van Ethibel, overigens dezelfde benadering.

19. Oekom Research hanteert tegelijk een absolute en een best in class benadering. Enerzijds dient een bedrijf minstens een C+ te halen, maar niet alle C+ bedrijven worden noodzakelijk geselecteerd, als tweede criterium geldt namelijk dat het bedrijf tot de 5% beste uit zijn sector dient te behoren. Voor meer informatie zie www.oekom.de.
20. Hierbij werd gepeild naar een lijst van indicatoren en naar een aangepaste onderzoeksmethodologie. De lijst van indicatoren omtrent al of niet ethisch handelen van ondernemingen is in grote mate een samenraapsel van wat een aantal internationale organisaties en NGO's als gedragsrichtlijnen voor (multinationale) ondernemingen lanceren (OESO lijst, ILO, UN en allerlei gedragscodes van verschillende groepen zoals bv. Business Roundtable).
21. Meer informatie omtrent dit onderzoek op www.sricompass.org/trends
22. De verschillen in de markt van ethische fondsen kunnen aardig oplopen. Een voorbeeld: voor de 19 ethische fondsen in Frankrijk die beroep doen op Arese voor de selectie van bedrijven is de gemiddelde kost 'intrede + beheer voor 1 jaar + uitrede' 4,4%. De spreiding is echter groot, van 1% tot 8% en dit voor een portfolio waarvan de kwaliteit van ethische selectie niet verschilt vermits ze allen teruggrijpen naar Arese.
23. Er is op dit moment relatief weinig bekend omtrent het profiel van de ethische belegger, marketingstudies hieromtrent zijn eerder schaars en summier. Een uitzondering is Barry (1991), uit deze studie blijkt dat de ethische investeerder relatief jong en goed opgeleid is en ethisch investeert uit overtuiging, maar niet bereid is in te boeten op return. Ethiek wordt door die consument vooral sociaal en/of ecologisch ingevuld.
24. Factor 1 kunnen we uitsluiten omdat indien de consument geen belang meer hecht aan de ethische kwaliteit van de portfolio de markt voor ethisch beleggen zo ie zo verdwijnt. Factor 2 kunnen we uitsluiten op basis van de klassieke economische vooronderstelling van gerichtheid op eigenbelang. Zolang ethiek een verkoopargument blijft zal de aanbieder opportunistische trekjes vertonen bij het verstrekken van informatie omtrent de ethische kwaliteit van de portfolio. Dit soort realisme is overigens ook niet vreemd aan ethiek. Het is precies omdat de ethicus ervan overtuigd is dat mensen geneigd zijn zich opportunistisch te gedragen dat ethiek van belang is.
25. Vanuit de onafhankelijke onderzoeksinstituten is er momenteel een eerste schuchtere poging lopend waarbij men probeert vrijwillige richtlijnen op te stellen zowel met betrekking tot de aard van de data die gehanteerd worden in het beoordelen van bedrijven, als met betrekking tot de onderzoeksmethode en de interne en externe controle hierop.
26. Met de *Eurosif Transparency Guidelines* is er op vlak van transparantie een eerste stap genomen. Dit initiatief gaat uit van een aantal onafhankelijke screeningbureau's en is volstrekt vrijwillig. We merken wel dat bijvoorbeeld in de Nederlandse markt deze richtlijnen snel een marktnorm worden en ook door de bancaire wereld ondersteund worden.

REFERENTIES

- Barry, N.R., Dennis, M.S. en Shani, D., 1991, Social Issues and Socially Responsible Investment Behavior: a Preliminary Investigation, *The Journal of Consumer Affairs* 25, 2, 221-234.
- Bauer, R., Koedijk, K. en Otten, R., 2002, International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style, Life Working Paper 02.59, (Maastricht University, Maastricht).
- Benijts, T., De Vylder, G., Lagae, W., 1998, Ethisch beleggen: naar een doorbraak?, (Garant, Leuven), 118 p.

- D'Antonio, L., Johnson, T. en Hutto, B., 2000, Socially Responsible Investing in the Context of Asset Allocation, *Journal of Investing* 8, 3, 280-287.
- DiBartolemeo, D. en Kurtz, L., 1999, Explaining and Controlling the Returns of Socially Screened Portfolio's, Northfield Information Services, de paper is elektronisch beschikbaar op www.northinfo.com/papers.
- Gregory, A., Matatko, J. en Luther, R., 1997, Ethical Unit Trust Financial Performance: Small Company Effects and Fund Size Effects, *Journal of Business Finance and Accounting* 24, 5, 705-724.
- KBC Economisch Financiële berichten, 2001, 56, 3, 1-12.
- Kurtz, L., 1997, No Effect or No Net Effects? Studies in the Field of Socially Responsible Investing, *The Journal of Investing*, Winter, 37-49.
- Kurtz, L. en Luck, C., 2002, An Attribution Analysis of the 100 Best Companies to Work for in America, (Northfield information services), de presentatie van deze paper is elektronisch beschikbaar op www.northinfo.com/papers/yosemite.html
- Mills, J., Cocklin, C., Fayers, C. en Holmes, D., 2001, Sustainability, Socially Responsible Investment and the Outlook of Investment Professionals in Australia, *Greener Management International* 33, 2, 31-44.
- Moskowitz, M., 1972, Choosing Socially Responsible Stocks, *Business and Society* 12, 1, 17-28.
- Rosen, B.N., Sandler, D.M. en Shani, D., 1991, Social Issues and Socially Responsible Investment Behavior: a Preliminary Empirical Investigation, *The Journal of Consumer Affairs* 25, 2, 221-234.
- Russo, M.V. en Fouts, P.A., 1997, A Resource Based Perspective on Corporate Environmental Performance and Profitability, *Academy of Management Journal* 40, 3, 533-540.
- Sparkes, R., 2002, SRI: A Global Revolution, (John Wiley and Sons, Londen).
- Waddock, S.A. en Graves, S.B., 1997a, Finding the Link between Stakeholder Relations and Quality of Management, *Journal of Investing* 5, 4, 320-331.
- Waddock, S.A. en Graves, S.B., 1997b, The Corporate Social Performance – Financial Performance Link, *Strategic Management Journal* 18, 4, 303-319.

REFERENTIEWEBSITES

www.socialinvest.org

U vindt op deze site cijfermateriaal omtrent de omvang van de markt voor ethisch investeren in de VS plus heel wat additionele informatie.

<http://www.enn.com/sri>

Het Environmental News Network volgt de milieukant van ethisch investeren en geeft meer praktische info voor de ethische belegger omtrent fondsen, en relevante rapporten.

www.socialfunds.com

Dit is een Amerikaanse portaalsite waarin een zeer volledige lijst van alle ethische fondsen terug te vinden is met allerlei cijfermateriaal eromheen (performance, screening methodes, etc). De betaalversie van deze site laat de individuele investeerder toe zelf zijn ethische portfolio te vormen op basis van een lijst van selectiecriteria.

www.kld.com

KLD research en Analytics is de website van de Domini 400 Social Index, de eerste referentie-index voor ethische beleggingen. Ondertussen zijn daar de KLD Broad Market Social Index en KLD Large Cap Social Index bijgekomen. Daarnaast bevat de site heel wat informatie omtrent fondsen en instrumenten om fondsen te vergelijken.

www.sustainabilityindex.com

Dit is de website van de Dow Jones Sustainability World Indexes (DJSI World), een familie van ethische referentieindexen die snel uitgegroeid is tot referentiepunt voor ethische indices.

www.sristudies.org

Dit is een wetenschappelijk georiënteerde website die een zeer uitgebreide bibliografie bevat van alle min of meer wetenschappelijke literatuur omtrent ethisch investeren. De lijst wordt geregeld aangevuld en is ongetwijfeld de meest extensieve bibliografie van dit moment.

www.eiris.org

Ethical Investment Research is een van de belangrijkste onderzoeksgroepen in verband met ethisch investeren in Europa. De website volgt de Europese en in het bijzonder de Engelse markt van nabij en bevat alle recente ontwikkelingen.

www.csreurope.org

Een door de Europese gemeenschap ondersteund (referentie)platform van talrijke grote en minder grote Europese bedrijven omtrent CSR dat tegelijk heel wat info bevat omtrent SRI.

www.eurosif.org

De *European Sustainable and Responsible Investment Forum* (Eurosif) is een door de Europese gemeenschap ondersteund platform omtrent SRI met heel wat landspecifieke informatie.

